

专题研究

2021 年 4 月 30 日

中诚信国际 | 策略研究系列

高收益债专题

“防风险”情绪加剧信用分化，精细择券把握结构性机会

——高收益债 2021 年一季度回顾及下阶段展望

目录

- 一级市场：发行规模同比增长 10.83%，区域及行业分化加剧 ... 2
- 二级市场：高收益债市场交投活跃，城投债结构性优势凸显 ... 5
- 策略展望：信用风险释放压力仍存，分化加剧结构性机会不减 13

联络人

作者

中诚信国际研究院

彭月柳 010-66428877-399

yltpeng@ccxi.com.cn

王肖梦 010-66428877-137

xmwang01@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-397

chwang01@ccxi.com.cn

联系人

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

【高收益债指数专题系列二】从指数视角复盘高收益债运行及收益情况，2021-04-30

【高收益债市场研究系列之（三）】中国高收益债市场渐具雏形，配套制度建设有待进一步完善，2021-04-02

【高收益债策略月报 2021 年第 3 期】高收益债净价指数延续下跌，季节性因素一二级市场齐缩量，2021-03-09

【高收益债策略月报 2021 年第 2 期】高收益债指数先涨后跌，尾部风险加速出清，2021-02-08

【高收益债 2020 年回顾及 2021 年策略展望】融资边际收紧风险重定价，精细择券挖掘结构性机会，2021-02-03

策略及展望

- **策略展望：信用风险释放压力仍存，分化加剧结构性机会不减**
 - **高收益债市场：**宏观经济进入疫后复苏期，企业盈利预期或边际好转，但修复基础或仍不稳固，信用风险释放压力仍存。其次，随着债券市场基础设施建设不断完善，国有企业债务风险管控机制出台有利于多层次防范化解重大债务风险，2021 年债券市场或更趋于“有序出清”，因信用错杀引发的超跌投资机会将减少。最后，投资者风险偏好明显下降，信用分层更为显著，结构性投资机会不减。
 - **高收益城投债：**城投债整体政策基调较前期收紧，估值风险上扬；高收益城投区域集中度上升，投资抱团情绪加剧估值分化。建议投资者把握优质区域结构性行情，谨慎下沉至经济财政实力与债务扩张明显背离的区域；防范地方政府主动压降杠杆时，对弱资质平台产生一定挤出效应；加强对平台公司资产整合划转、非标违约、担保代偿等事项的监测。
 - **高收益非城投国企：**投资人对高收益国企产业债的悲观情绪并未实质性消退，再融资预计持续承压；但二级市场风险定价有效性或逐步提升，机构间博弈情绪不减。长期看，高收益国企产业主体债务压力大、经营业绩支撑能力弱，且普遍存在一定历史包袱，国企改革任重道远。
 - **高收益非国有企业：**融资环境难言实质性改善，随着前期弱资质主体逐步出清，预计今年民企大量违约概率不大。高收益地产债，建议投资者从经营周转能力、表内表外债务综合测算、资产质量等情况精细择券。

2021 年一季度市场回顾

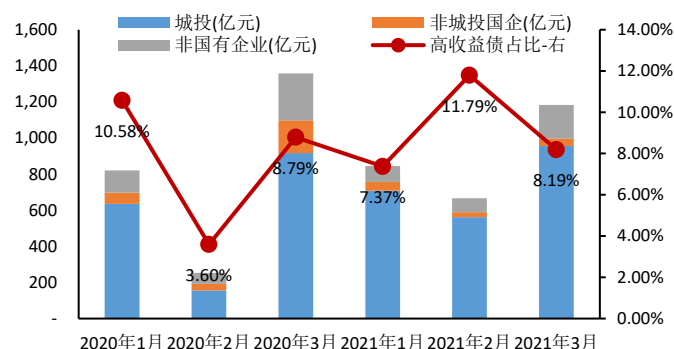
- **一级市场：发行规模同比增长 10.83%，区域及行业分化加剧**
 - **发行规模：**发行规模 2695.68 亿元，同比增长 10.83%；信用分层加剧，高收益城投债占比 82.58%（去年同期 75.67%），产业债呈收缩态势。
 - **发行利率：**城投债发行利率下降，风险偏好制约民企风险溢价上行。
 - **期限及券种：**发行期限仍以 3 年期、5 年期为主，发行期限较前期呈短期化；券种结构稳定私募债超五成。
 - **行业及区域：**基建行业占比 78.82%，城投债区域集中度上升。
- **二级市场：高收益债市场交投活跃，城投债结构性优势凸显**
 - **综合收益：**CCXI 高收益债全价指数跑赢利率债、高等级信用债全价指数，2021 年一季度实现累计收益 0.34%，CCXI 高收益城投债全价指数走势平稳且具有较高的风险调整后收益。
 - **运行情况：**CCXI 高收益债净价指数加速下行后企稳走势，一季度累计下跌 0.53%。从区域及行业看，优质区域高收益城投债投资抱团情绪浓厚；产业债行业走势分化，有色金属领涨，房地产、交运、煤炭等收跌。
 - **成交情况：**高收益债交投活跃度明显增强，华夏幸福再度引发尾部博弈，产业国企折价压力不减；异常成交占比整体抬升，风险重定价仍在持续。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

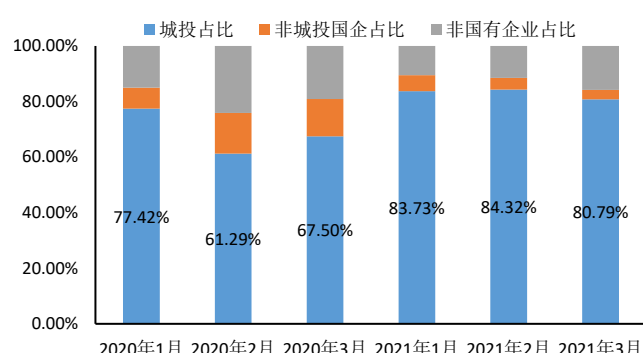
违约冲击后，高收益非城投国企再融资难度明显上升，发行规模较去年同期下滑58.45%。

图1 2020/2021年一季度高收益债月度发行情况



数据来源：Wind，中诚信国际

图2 2020/2021年1-3月各类高收益债发行规模占比

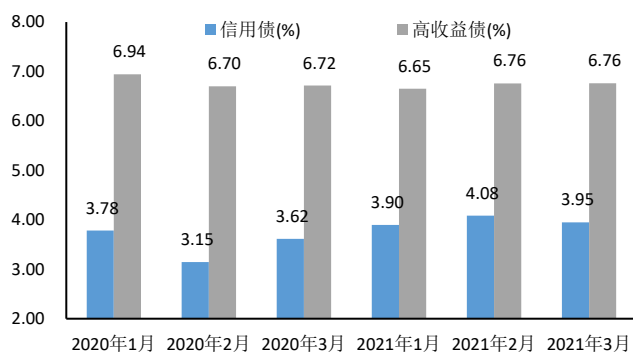


数据来源：Wind，中诚信国际

（二）一季度发行利率较去年底持平，风险偏好下行推升民企风险溢价

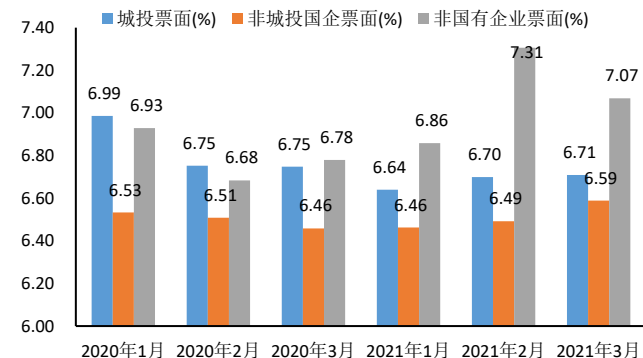
从发行利率走势看，2021年一季度高收益债发行利率由1月6.65%小幅上行至3月6.76%，与去年12月（6.80%）基本持平；而1-3月高收益债发行利率与狭义信用债发行利率中枢的利差较去年同期明显收窄，与去年12月较为相近。分主体类型看，高收益城投债1-3月发行利率分别为6.64%、6.70%、6.71%，均较去年同期明显下降；高收益非城投国企债发行利率中枢较低，但结合发行规模看，主要系债务压力大、弱资质国企基本丧失一级市场融资能力，仅存少量相对优质的非城投国企债维持低位发行；高收益非国有企业债1-3月发行票面利率均为最高，分别为6.86%、7.31%、7.07%，华夏幸福成立债委会等信用事件再度制约投资者风险偏好回升，推升民企信用风险溢价。

图3 2020/2021年一季度信用债及高收益债发行利率



数据来源：Wind，中诚信国际

图4 2020/2021年一季度各类高收益债主体发行利率



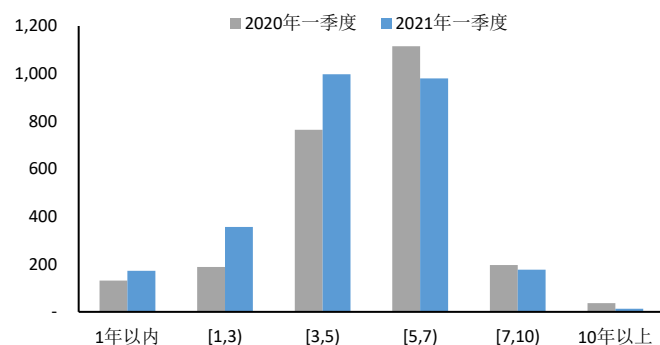
数据来源：Wind，中诚信国际

（三）新增高收益债发行期限缩短，券种结构稳定私募债超五成

期限结构方面，2021年一季度新增高收益债发行期限仍以3年期、5年期为主，其中3年期债券规模为921.10亿元、5年期债券规模为979.68亿元，分别占比34.17%、

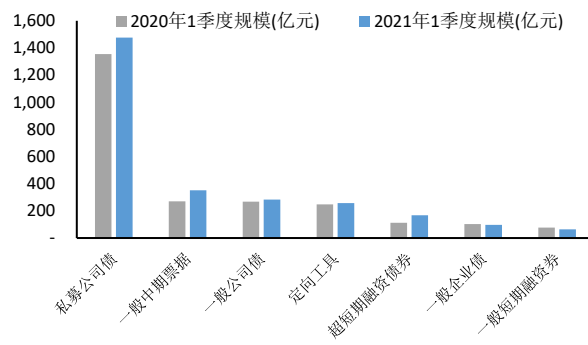
36.34%；但较去年同期期限结构明显缩短，3年（含）以内占比由去年同期43.99%上升至53.78%。从券种分布上看，新增高收益债仍以私募公司债为主，占比54.76%；其次为一般中期票据、定向工具、一般公司债等，分别占比13.04%、10.50%、9.53%；私募公司债、一般中期票据较去年同期发行规模有所上涨。

图 5 2020 年/2021 年一季度新增高收益债期限分布



数据来源：Wind，中诚信国际

图 6 2020 年/2021 年一季度新增高收益债券种类类型



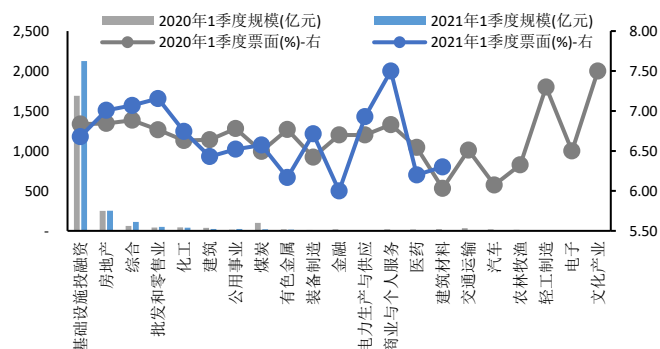
数据来源：Wind，中诚信国际

（四）基投行业占据绝对主导地位，城投债区域集中度上升

从行业分布看，基础设施投融资行业占据绝对主导地位，行业集中度上行。根据中诚信国际债券市场一级行业分类，新增高收益债共涉及15个行业，较去年同期减少6个行业；各行业中，基础设施投融资行业占据绝对主导地位，发行规模合计2124.92亿元，占比78.82%，发行规模较去年同期增长25.68%，行业集中度再度上行；其次为房地产、综合、批发和零售业，占比分别为9.31%、4.17%、1.84%。此外，煤炭行业高收益债一季度仅发行19亿元，同比降低81.02%，再融资压力较大。

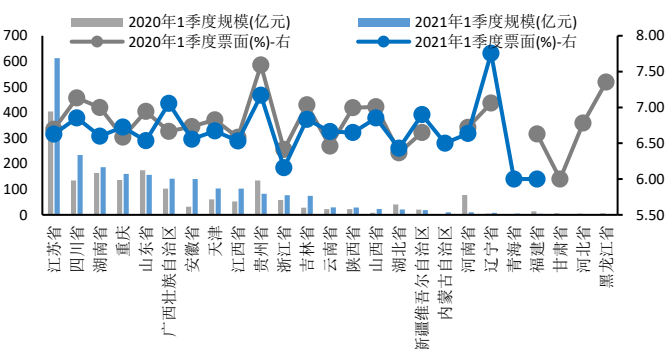
从高收益城投债区域分布看，华东及西南区域高收益城投债供给规模较大，区域集中度上升。2021年一季度，江苏、四川、湖南等区域发行规模靠前，分别为612.31亿元、233.70亿元、186.60亿元；相较于去年同期，河南、贵州等区域发行规模下降较多。从票面利率看，辽宁、贵州、广西等区域加权发行利率较高，均在7%以上。

图 7 2020 年/2021 年一季度新增高收益债行业分布



数据来源：Wind，中诚信国际

图 8 2020 年/2021 年一季度新增高收益城投债区域分布



数据来源：Wind，中诚信国际

■ 二级市场：高收益债市场交投活跃，城投债结构性优势凸显

2021年一季度CCXI高收益债券全价指数跑赢利率债、高等级信用债指数，其中高收益城投债呈现相对优势；各行业走势分化，有色金属涨幅较高。成交方面，高收益债交投活跃，1月和3月成交量高于去年单月峰值；估值偏离逐月增加，风险重定价仍未结束。下文将从全价指数、净价指数及成交情况三个维度，对高收益债二级市场展开分析。

（一）综合收益：高收益债累计上涨0.34%，跑赢利率债和高等级信用债

2021年一季度，伴随着国内经济持续回暖，货币政策常态化，债券市场收益率先升后降，信用利差收窄，市场情绪有所缓和。1月中旬资金面边际收紧，债市收益率快速上行，2月公开市场操作仍较为谨慎，叠加海外市场通胀预期升温以及美债收益率快速上行，国内债市情绪整体偏弱，多重利空因素驱动债市收益率走高；3月以来，央行公开市场净回笼资金大幅下降，资金面转稳，此前流动性利空因素对债市影响减弱，同时，股票市场波动下跌，股债跷跷板效应影响下债市收益率整体下行。

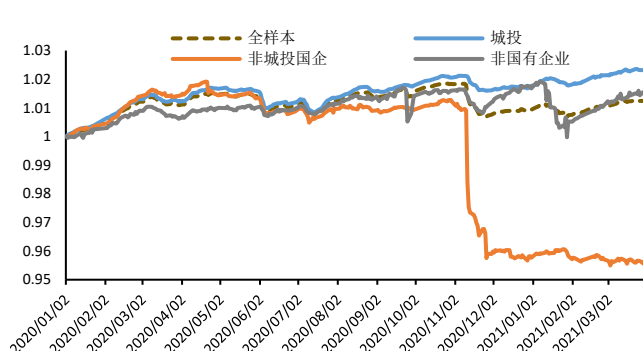
从各类债券全价指数看，2021年一季度，中债国债总全价指数累计上涨0.27%，中债信用债和高等级信用债总全价指数均累计上涨0.29%；由中诚信国际构建的CCXI高收益债券被动型全价指数⁴累计上涨0.34%。从收益来源看，高收益债主要收益来源为票息收益，2021年一季度高收益债各月实现票息收益分别为0.56%、0.57%、0.55%，资本利得收益由负转正推动综合收益上升，1月-3月综合收益分别为0.08%、0.45%、0.62%。

图9 债券市场全价指数运行情况



数据来源：Wind，大智慧，中诚信国际

图10 CCXI 高收益债券各类主体全价指数



数据来源：大智慧，中诚信国际

分主体类别来看，2021年一季度，CCXI高收益债券城投全价指数累计上涨0.57%，年化标准差为0.59%，指数走势平稳向上；CCXI高收益债券非城投国企全价指数累计收益-0.11%，自去年11月超预期风险事件发生以来，非城投国企指数走势与全样本指

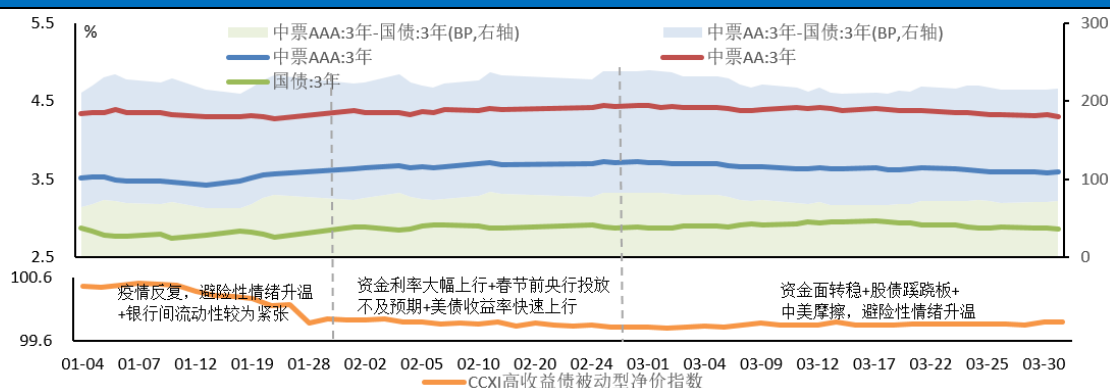
⁴ 中诚信国际研究院为跟踪高收益债券市场走势，构建CCXI高收益债券被动型指数系列，该指数系列基期为2018年1月2日，基期指数点位为100。

数分化加剧且未见明显反弹，年化标准差为1.14%；CCXI高收益债券非国有企业全价指数累计收益-0.10%，年化标准差为3.03%，较全样本指数波动（0.74%）大2.30个百分点，1月受部分民企信用风险事件影响，指数转跌，2月之后开始逐渐修复。整体而言，2021年一季度高收益城投债全价指数继续跑赢全样本及其他类型高收益债，波动较小，单位风险收益比为4.12⁵，风险调整后收益高；非城投国企债券在国企违约事件冲击后仍未出现明显反弹；非国有企业高收益债形成尾部风险逐步释放随后自我修复的趋势。

（二）运行情况：净价指数加速下跌后企稳，江苏、浙江等区域抱团情绪浓

为更好地观测高收益债市场运行情况，剥离债券票息收益的影响，中诚信国际构建高收益债被动型净价指数⁶。2021年一季度高收益债净价指数呈加速下行后企稳走势，累计下跌0.53%。分阶段看，1月高收益债市场国企产业债风险重定价仍为结束，而华夏幸福组建债委会等事件略超市场预期，大型民营主体债务风险暴露致使投资人避险情绪再度升温，1月CCXI高收益债净价指数快速下行，累计下跌0.48%。2月海航集团及其下属63家子公司进入破产重整程序，利空逐步钝化，CCXI高收益债净价指数延续下行趋势，但跌幅明显放缓，2月累计下跌0.12%。3月以来，优质区域高收益城投债投资抱团情绪浓厚，高收益债指数止跌转涨，3月净价指数小幅上涨0.07%。

图 11 2021 年一季度高收益债市场运行情况



数据来源：Wind，大智慧，中诚信国际

高收益城投债方面，从重点⁷区域净价指数运行情况来看，2021年一季度各区域净价指数均有所下跌，不同区域指数走势有所分化，其中江苏、浙江、重庆跌幅较低且波动较小，累计下跌0.028%、0.038%、0.043%；天津、云南、广西跌幅相对较高，累计下跌0.902%、0.688%、0.614%。整体来看，一季度各区域城投净价指数小幅上行

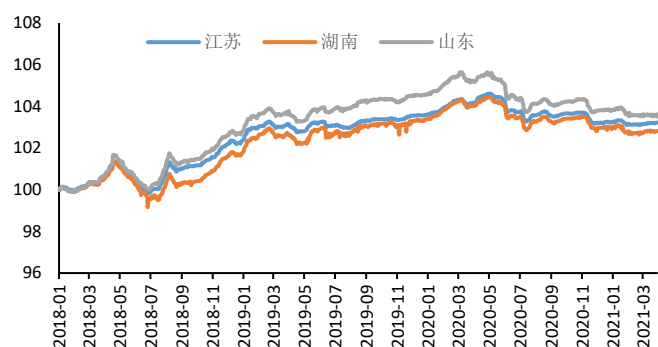
⁵ 单位风险收益计算公式为：年化收益率/年化波动率，CCXI高收益债券被动型全价指数、非城投国企全价指数、非国有企业全价指数单位风险收益分别为4.12、-0.41、-0.14。

⁶ 中诚信国际研究院为跟踪高收益债券市场走势，构建CCXI高收益债券被动型净价指数，该指数以2018年1月2日为基期，基期点位为100。

⁷ 选取高收益城投债存量规模前十大区域的净价指数展开分析。

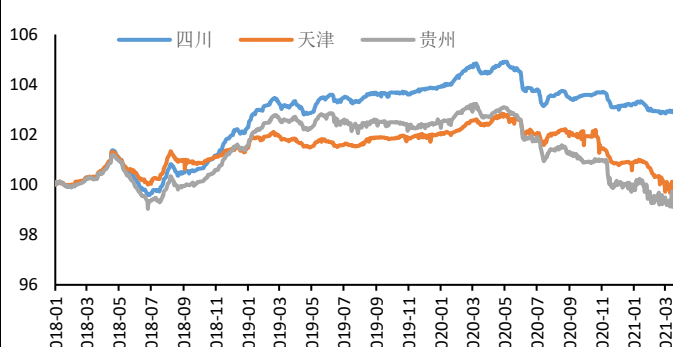
后快速回落，财政实力较强的浙江、江苏地区跌幅较低，并于2月初止跌转涨、小幅上行，天津、广西跌幅相对较高，一季度月度收益率均为负。

图 12 江苏/湖南/山东高收益城投债净价指数



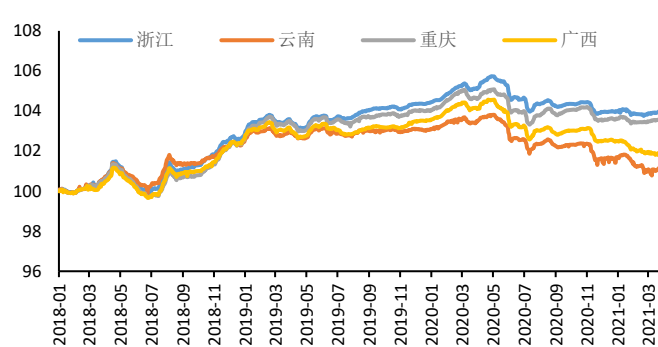
数据来源：大智慧，中诚信国际

图 13 四川/天津/贵州高收益城投债净价指数



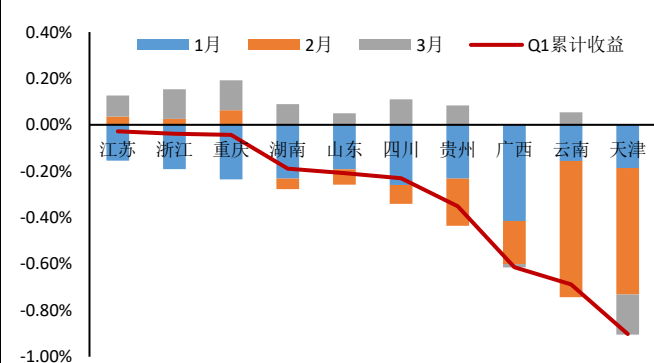
数据来源：大智慧，中诚信国际

图 14 浙江/云南/重庆/广西高收益城投债净价指数



数据来源：大智慧，中诚信国际

图 15 高收益城投债区域净价指数涨跌幅



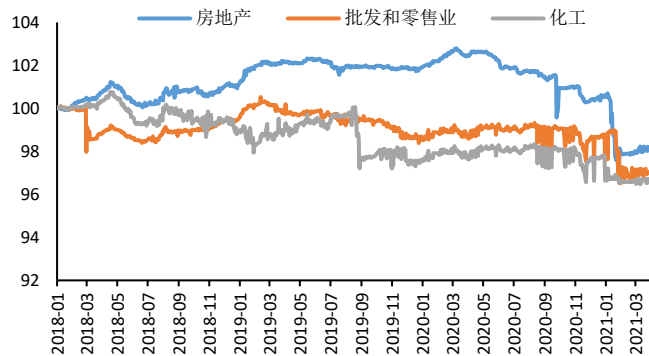
数据来源：大智慧，中诚信国际

高收益产业债方面，从重点⁸行业净价指数运行情况来看，各行业走势分化，有色金属涨幅较高。2021年一季度，有色金属行业净价指数累计上涨3.942%，涨幅明显高于其余行业；房地产、交通运输、煤炭行业跌幅相对较高，分别下跌2.442%、1.571%、1.429%，其中房地产行业净价指数1月跌幅相对较高，主要由于华夏幸福负面事件拖累行业指数快速下行。整体而言，1月高收益债行业净价指数快速回落，部分主体信用风险暴露拖累行业整体净价指数大幅下跌；2-3月市场情绪有所缓和，多数行业止跌转涨，不同行业指数走势分化，有色金属涨幅较高。

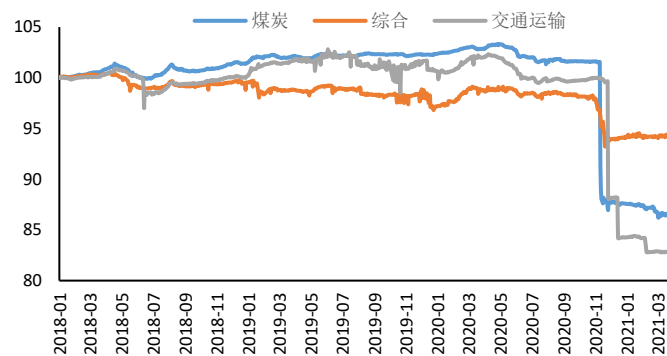
图 16 房地产/批发零售业/化工净价指数

图 17 交通运输/综合/煤炭净价指数

⁸ 选取高收益产业债存量规模前十大行业的净价指数展开分析。

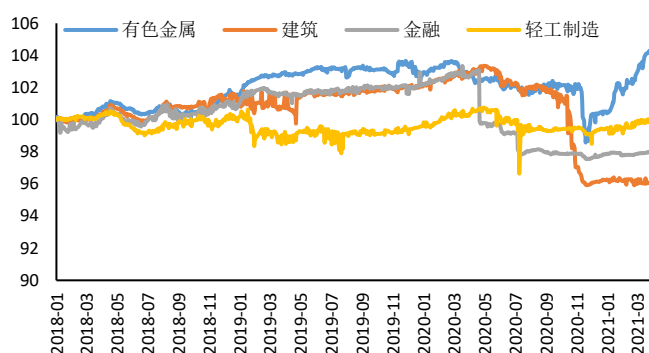


数据来源：大智慧，中诚信国际



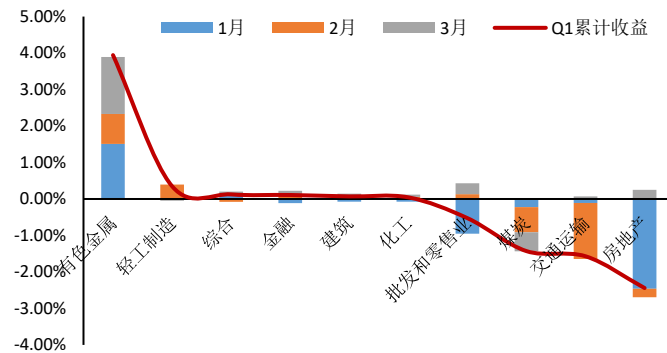
数据来源：大智慧，中诚信国际

图 18 轻工制造/有色金属/建筑/金融净价指数



数据来源：大智慧，中诚信国际

图 19 高收益产业债前十大行业净价指数月度涨跌幅



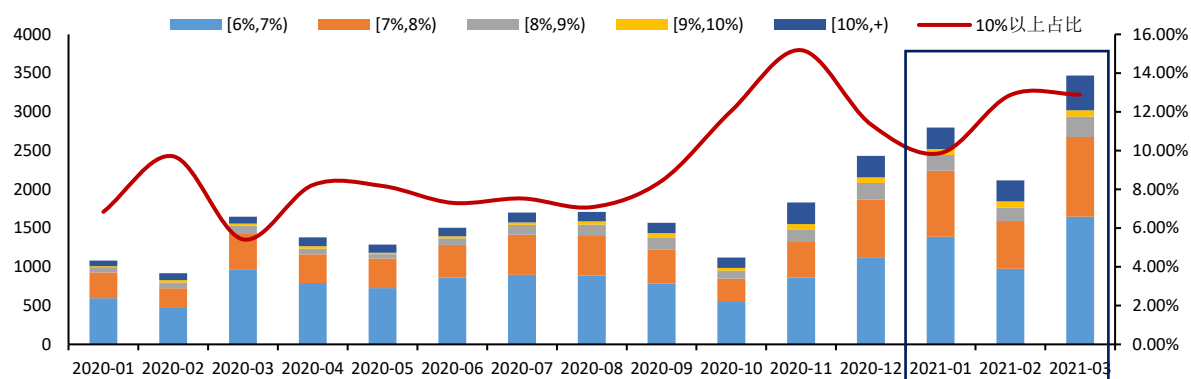
数据来源：大智慧，中诚信国际

（三）成交情况：华夏幸福再度引发尾部博弈，产业国企折价压力不减

1、成交量价：交投活跃度明显增强，尾部成交以高收益产业债为主

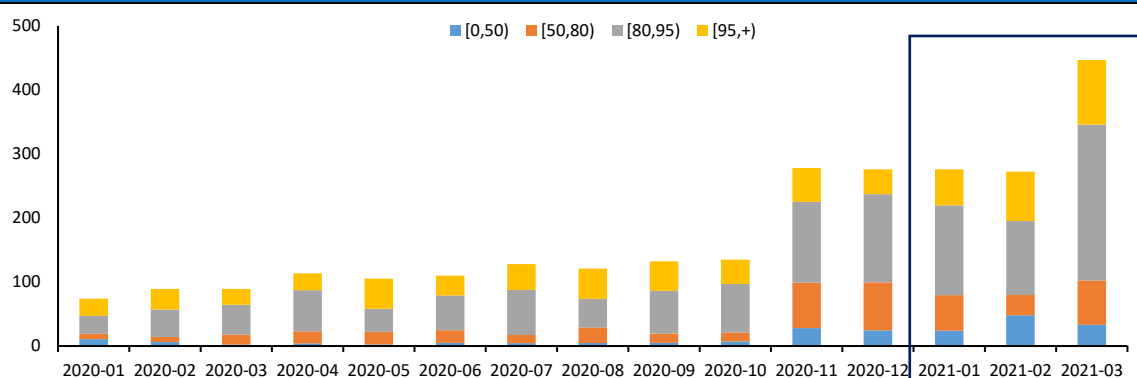
2021年第一季度高收益债二级市场交投活跃度明显增强，尾部博弈情绪较重。自去年11月超大型国企违约事件以来，高收益债成交量持续上涨，2021年一季度累计成交规模为8381.05亿元（去年同期3648.04亿元），占狭义信用债成交规模的10.95%（去年同期5.53%）。分月看，1月-3月交易量分别为2796.41亿元、2116.70亿元、3467.95亿元，交投活跃度维持高位。从10%及以上收益率的尾部成交看，2021年一季度各月绝对规模分别为276.10亿元、272.41亿元、446.32亿元，延续去年11月以来的成交高位，博弈情绪较重；从相对值看，一季度10%及以上占比较永煤违约当月明显缓和，但较永煤违约前明显抬升，成交净价以80-95元为主，1月华夏幸福出现兑付危机后，多只债券在二级市场上大幅折价抛售，50元以下交易量有所增加。

图 20 2020 和 2021 年一季度高收益债成交收益率分布（单位：亿元）



数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

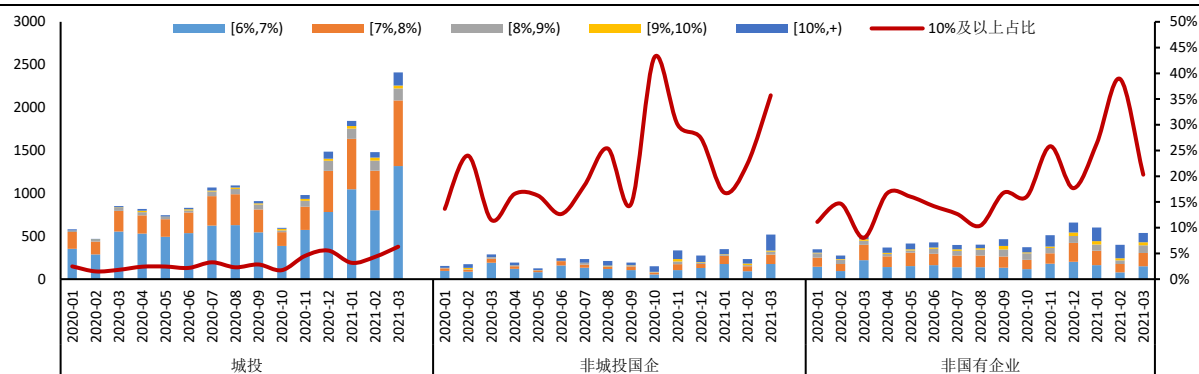
图 21 2020 和 2021 年一季度高收益债成交收益率 10% 及以上净价分布（单位：亿元）



数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

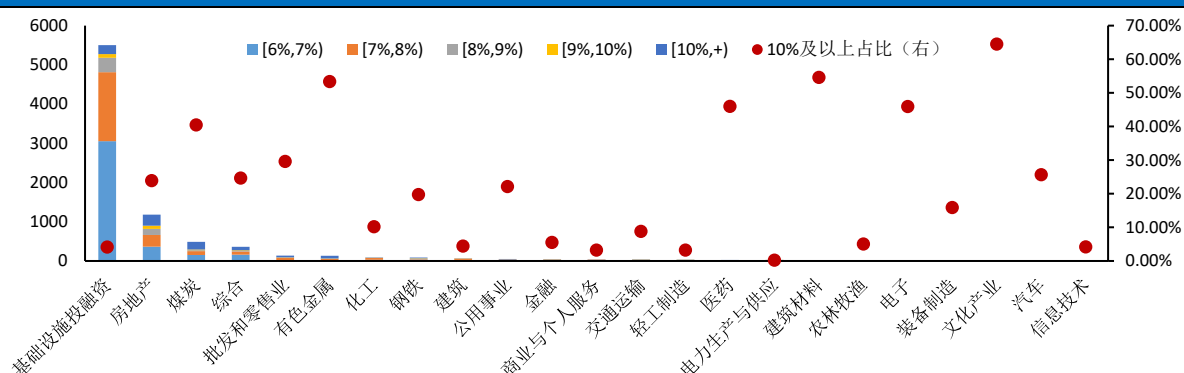
高收益城投债交投活跃度大幅提升，七成以上尾部成交来自于高收益产业债。分主体性质来看，一季度城投主体成交规模为5735.34亿元（去年同期1903.79亿元），占比68.43%（去年同期52.19%），其中超八成成交在6%-8%收益率区间；从区域分布特点来看，江苏、贵州、湖南、江西、山东区域城投债交易量超400亿，成交量超过100亿的区域中云南、贵州、天津区域城投债成交收益率在10%及以上交易规模占比较高，分别为19.00%、17.51%、14.83%。非城投国企成交规模为1104.23亿元（去年同期615.14亿元），占比13.18%（去年同期16.86%），其中煤炭行业成交484.52亿元，同煤集团、华阳新材料等主体成交规模靠前，分别成交216.79亿元、58.85亿元，成交净价波动较大。非国有企业成交规模为1541.49亿元（去年同期1129.11亿元），占比18.29%（去年同期30.95%），其中房地产行业成交超1000亿元，受华夏幸福成立债委会事件影响，该主体及同行业主体（如阳光城、珠江投资、恒大地产）在2月成交利率大幅走高。

图 22 2020 和 2021 年一季度高收益债分主体性质成交收益率分布（单位：亿元）



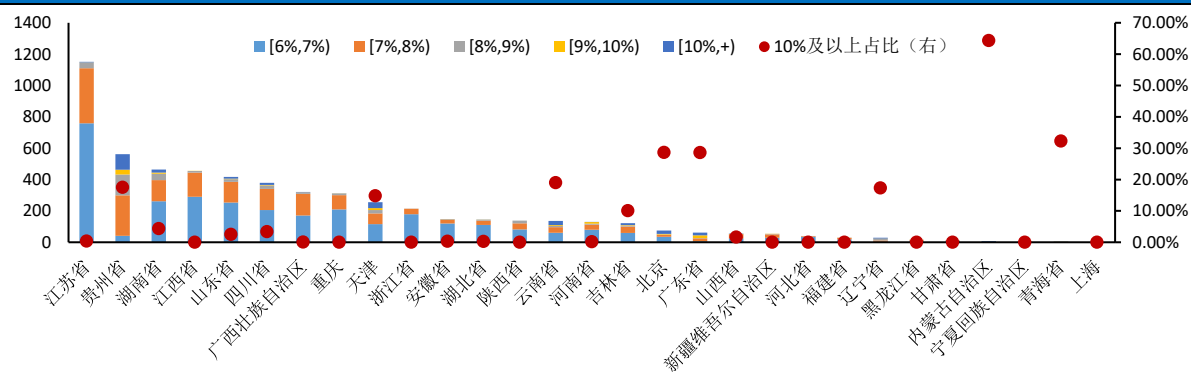
数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 23 2021 年一季度成交规模行业分布（单位：亿元）



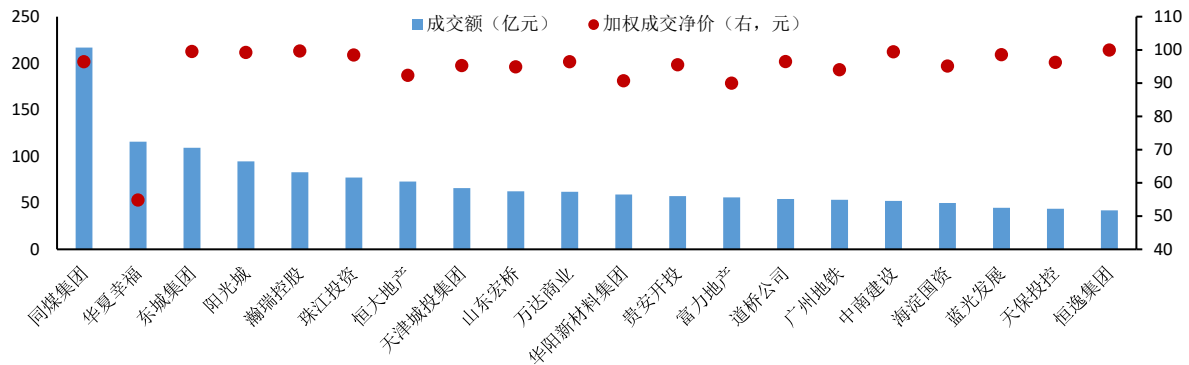
数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 24 2021 年一季度成交规模城投区域分布（单位：亿元）



数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 25 2021 年一季度二级市场高收益债成交规模前二十主体

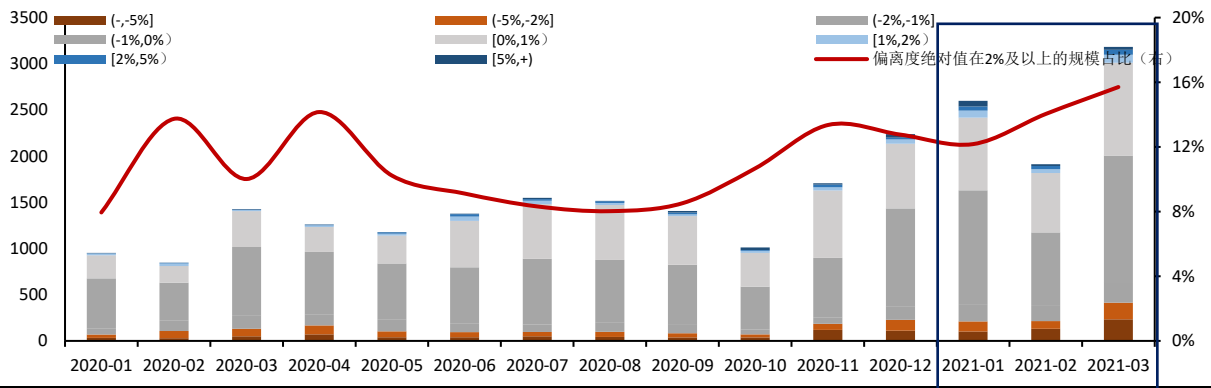


数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

2、成交偏离：异常成交占比整体抬升，风险重定价仍在持续

高收益债整体呈现低于中债估价净价成交，一季度异常成交占比有所抬升。2021 年一季度净价偏离度⁹绝对值在 2% 及以上的异常成交占比为 14.10%（2020 年一季度 10.38%，2020 年四季度 12.54%），风险重定价仍在持续；其中 1-3 月异常成交占比分别为 12.17%、14.04%、15.07%，各月度异常成交占比有所抬升。分主体性质，一季度城投主体异常交易占比保持相对低位，交投活跃区域中，天津和贵州区域城投债成交偏离幅度较大；非城投国企，1 月异常成交略有回落，2 月以来异常交易占比再度回升，文化产业、电子、煤炭、钢铁行业异常交易占比超过 30%，其中同煤集团、河钢集团、华阳新材料集团等主体成交价格波动较大；非国有企业异常交易占比先增后降，2 月份达到阶段性高位，主要系苏宁电器、阳光城、华夏幸福出现大额低估值成交。

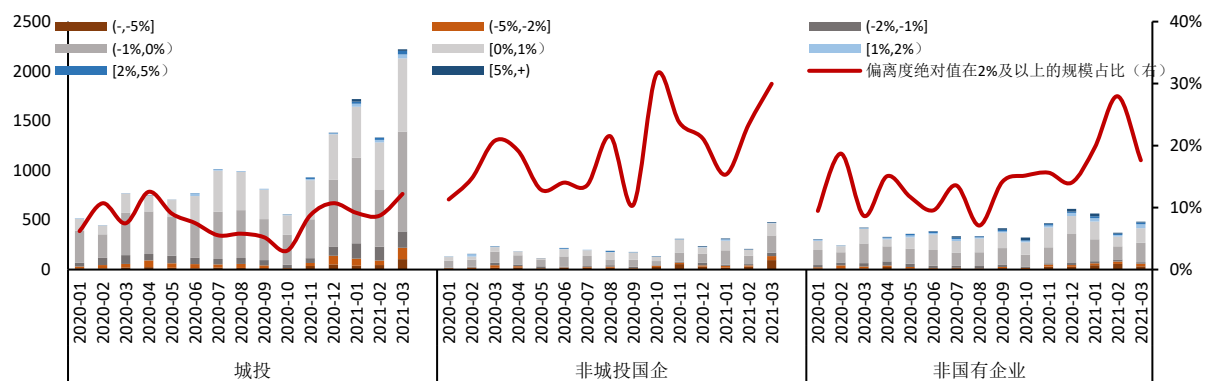
图 26 2020 和 2021 年一季度高收益债成交估值偏离度分布（单位：亿元）



数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

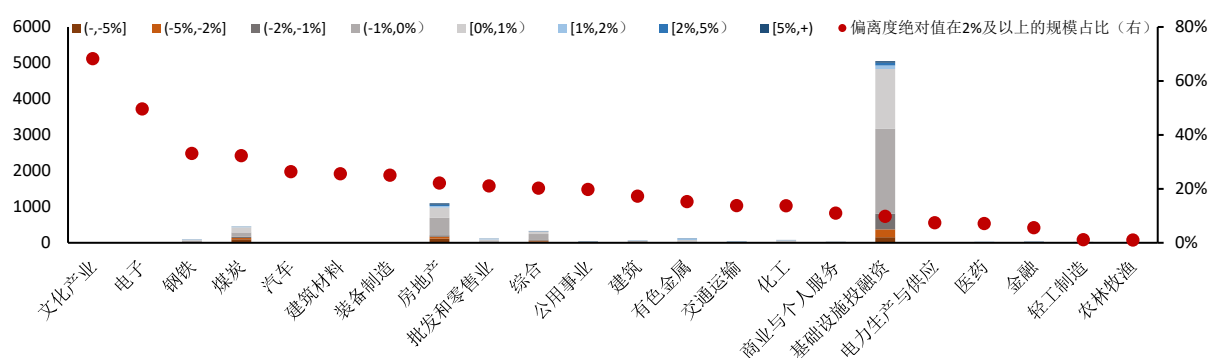
图 27 2020 年和 2021 年一季度各类高收益债主体净价偏离度情况（单位：亿元）

⁹ 由于大幅折价券，中债估价收益率有效性下降，故本报告采用净价偏离度衡量成交估值偏离情况，净价偏离度指（净价收盘价-前一交易日中债估价净价）/前一交易日中债估价净价*100%



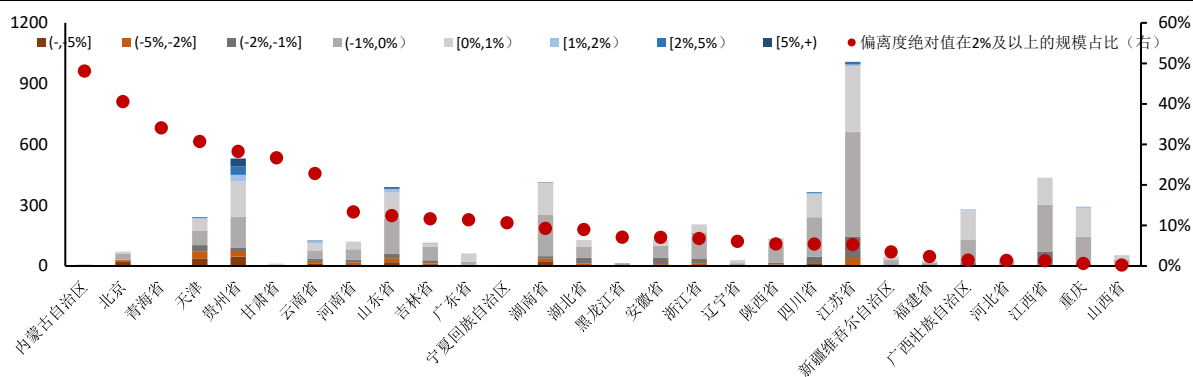
数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 28 2021 年一季度各行业高收益债净价偏离情况（单位：亿元）



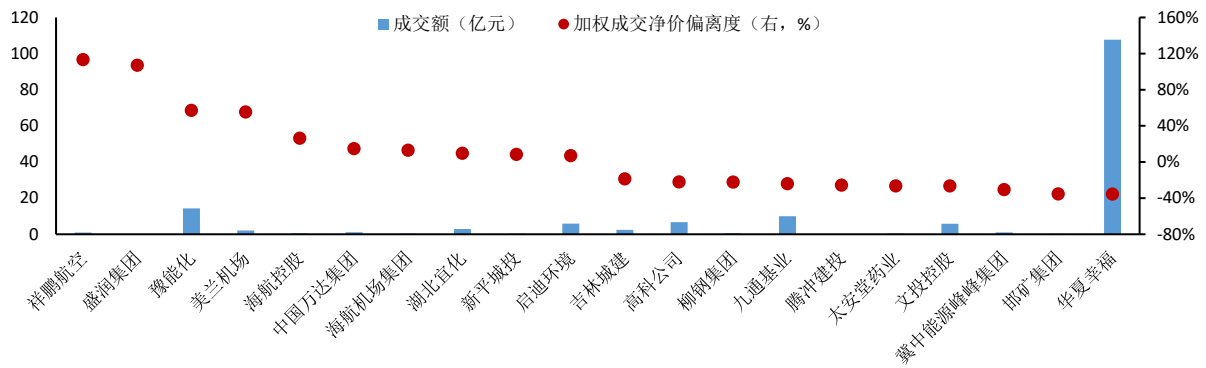
数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 29 2021 年一季度高收益城投债各区域净价偏离情况（单位：亿元）



数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

图 30 2021 年第一季度高收益债高于估价净价前十和低于估价净价偏离前十主体情况



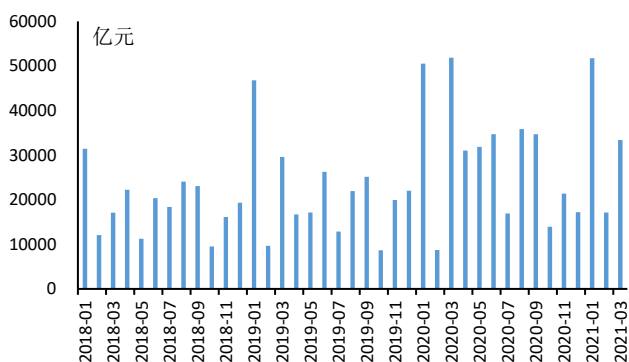
数据来源：大智慧，Choice，Wind，中诚信国际

■ 策略展望：信用风险释放压力仍存，分化加剧结构性机会不减

（一）货币政策仍坚持稳健基调，融资环境或边际收紧

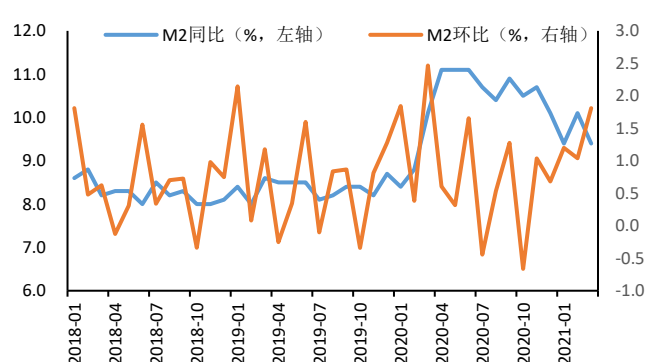
4月12日央行一季度金融统计数据新闻发布会指出“坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度”，同时近期央行淡化“不急转弯”表述，表明当前货币政策已转向，但也不意味着货币政策要继续边际收紧和受到通胀制约，后续货币政策仍以稳为主，防风险和稳增长下更加注重结构性精准导向。在此背景下，融资环境大概率不会出现过度紧张的局面。与此同时，政府工作报告要求“保持宏观杠杆率基本稳定”，在去年疫情冲击逆周期调节力度加大、宏观杠杆率明显上升的背景下，今年宏观杠杆率增速逐步放缓至合理水平，叠加今年管控债务风险政策频出，融资环境也不会出现过于宽松的局面，整体或呈偏紧状态。从金融数据来看，3月新增社融同比下降1.84万亿元至3.34万亿元，M2同比增速下滑0.7个百分点至9.4%，在今年政府工作报告中指出“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”以及“2021年国内生产总值增长6%以上”的背景下，社融增速或继续放缓。整体而言，在稳杠杆和防风险的背景下，融资环境或边际收紧，尾部风险释放压力仍存。

图 31 社会融资增量：当月值



数据来源：Wind，中诚信国际

图 32 M2 增速同比及环比情况

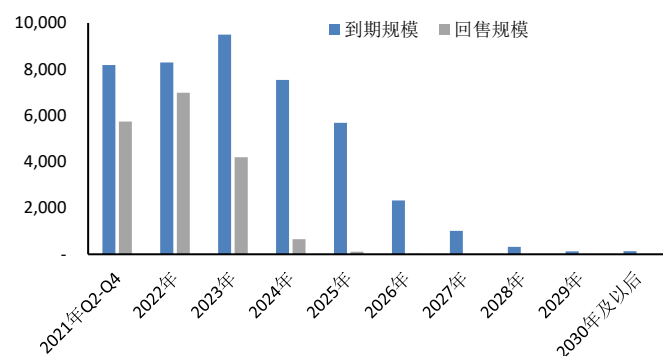


数据来源：Wind，中诚信国际

（二）信用风险释放压力仍存，分化加剧结构性机会不减

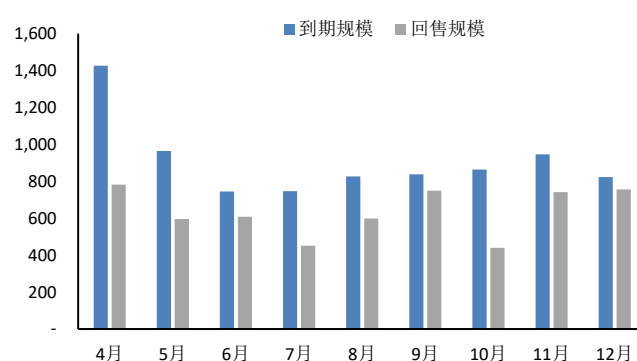
首先，随着宏观经济进入疫后复苏期，企业盈利预期或边际好转，但修复基础或仍不稳固，叠加二至四季度到期及回售集中兑付压力不减，信用风险释放压力仍存。从违约及评级调整看，一季度新增违约主体12家，其中10家企业为海航集团及其下属子公司，另涉及2家房地产企业，违约债券规模合计833.95亿元；同时负面评级调整行动同比明显增加。从高收益债到期和回售情况看，截至2021年3月31日存续高收益债43,109.90亿元，其中将于2021年二三季度到期的债券本金规模为8,179亿元，另有5,740.10亿元债券进入回售期；分月看，4月到期规模1,426.75亿元，另有781.99亿元债券进入回售期，到期及面临回售行权的规模较大，存在一定集中兑付压力。总体而言，尽管宏观经济进入疫后复苏期，企业盈利预期或边际好转，但修复基础或仍不稳固；在金融机构风险偏好下行、局部信用收缩背景下，高收益债主体易受个别信用风险事件影响，加剧估值上扬及异常波动；叠加二至四季度到期及回售集中兑付压力不减，预计2021年尾部发行人仍面临一定出清压力，公募市场违约率或升至0.70-0.80%。

图 33 各年度到期及回售规模（亿元）



数据来源：Wind，中诚信国际

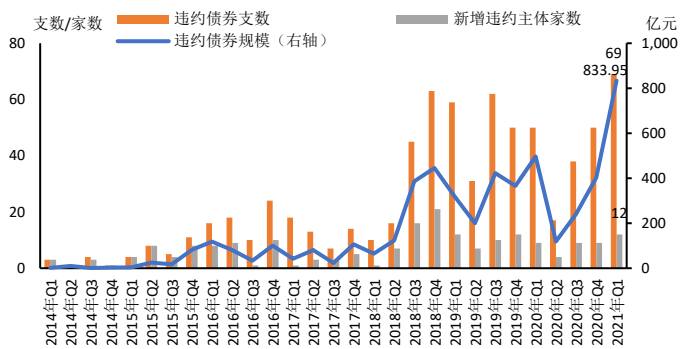
图 34 2021 年月度到期及回售规模（亿元）



数据来源：Wind，中诚信国际

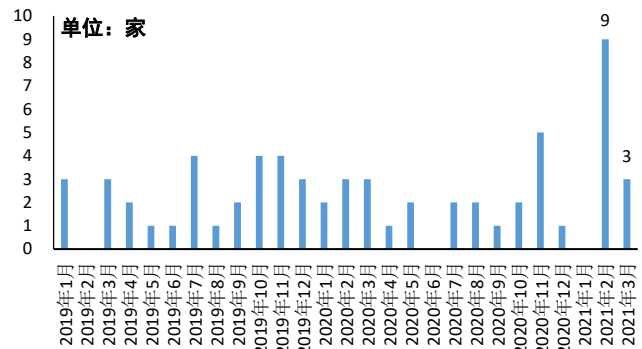
第二，债券市场基础设施建设不断完善，国有企业债务风险管控机制出台有利于多层次防范化解重大债务风险，预计债券市场更趋于“有序出清”，因信用错杀引发的超跌投资机会或将减少。2020年下半年多起地方国企信用风险事件引发金融市场波动和关注，监管在规范债券信息披露、完善债委会制度、企业无偿划转资产等多方面出台了相关政策以加强投资者保护，并多次强调严禁恶意逃废债行为、依法处置债券违约风险；在此基础上，2021年3月26日国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（以下简称《指导意见》），从完善债务风险监测预警机制、分类管控资产负债率、开展债券全生命周期管理、依法处置债券违约风险、规范资金用途、全面推动企业深化改革等多层次防范化解重大债务风险。预计2021年债券市场更趋于“有序出清”，超预期违约事件发生的可能性降低，企业主动化解债务风险概率增强，因信用错杀引发的超跌投资机会或将减少。

图 35 各季度债券市场违约情况



数据来源：中诚信国际

图 36 月度新增违约家数



数据来源：中诚信国际

第三，在“稳杠杆”和“防风险”背景下，投资者风险偏好明显下降，信用分层或将更为显著，建议投资者把握结构性投资机会。永煤事件后，投资者风险偏好普遍下行，高收益债结构加剧分化，高收益城投债再迎“小阳春”行情，一级市场发行规模占比提升至82.58%，且发行利率中枢下移；而高收益产业债呈明显紧缩，发行高收益债的行业数量及发行规模均较去年同期减少，地产、批发和零售业、煤炭等行业信用溢价再度攀升。以下就高收益债不同主体类别（高收益城投、高收益非城投国企和高收益非国有企业）分别展开：

1、高收益城投债：估值风险上扬，抱团情绪加剧区域分化

随着宏观经济逐步复苏，2020年下半年政策重心由“稳增长”向“防风险”转移，中央对于化解隐性债务风险的重视程度显著上升，除3月26日出台的《指导意见》外，4月13日，国务院公布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》再度要求清理规范地方融资平台，剥离其政府融资职能，预计今年城投债政策基调较前期收紧，估值风险上扬。其次，区域集中度上升；一季度高收益城投债区域集中度上升，发行高收益债的区域数量较去年同期减少，优质区域量增价减，预计经济财政实力与债务压力背离的弱资质区域再融资继续承压，易受投资机构“一刀切”。此外，高收益城投结构性行情延续，投资抱团情绪加剧区域估值分化，优质区域（如江苏、浙江等）交投活跃、流动性改善，其净价指数显著跑赢弱资质区域（如天津、云南、贵州等），而弱资质区域二级市场成交利率中枢上移，净价偏离度走高。总体而言，建议投资者在此轮信用挖掘过程，把握优质区域结构性行情，谨慎下沉至经济财政实力（以及金融资源等）与债务扩张明显背离的区域；防范地方政府主动压降杠杆时，对弱资质平台产生一定挤出效应；加强对平台公司资产整合划转、非标违约、担保代偿等事项的监测。

2、高收益非城投国企：再融资能力承压，改革进程任重道远

2020年11月永煤违约以来，国企信仰光环减弱，高收益非城投国企债整体呈现信用收缩趋势，一二级联动加速国企产业债风险重定价进程。一级市场方面，市场对短

期债务滚动依赖度较高的煤炭、钢铁等行业高收益国企债的避险情绪未实质性缓解，再融资能力持续承压；二级市场方面，CCXI高收益非城投国企债净价指数延续小幅下跌态势，交投活跃但成交收益率中枢较去年同期整体上移。政策方面，2021年3月23日国资委出台的《指导意见》将防范地方国有企业债券违约作为债务风险管控的重中之重，强调“开展债券全生命周期管理”，重申严禁逃废债基本底线，整体有利于提振投资者对国企产业债的市场信心；同时《指导意见》指出对于明确存在兑付困难的债券，可适当进行债券展期、置换等方式主动化解信用风险，防止风险外溢和机构踩踏，坚决守住不发生系统性风险的底线。总体而言，一方面现阶段市场对于高收益国企产业债的悲观情绪并未实质性消退，部分行业、区域再融资预计持续承压；另一方面，随着二级市场高收益非城投国企债活跃成交、风险定价有效性或逐步提升，机构间博弈情绪不减。长期来看，高收益国企产业主体大多存在一定周期性、体制性的历史包袱问题，债务压力大、经营业绩支撑能力弱，只有通过深化国有体制改革、分类分层推进国有企业混合所有制改革，实现国企战略重组、专业化整合和结构性调整，才能从根本上提升国企市场化竞争力、化解重大债务风险难题。

3、高收益非国有企业：融资环境难言实质性回暖，地产行业分化加剧

2021年信用环境边际收紧，1月华夏幸福等负面信用事件再度制约投资者风险偏好回升，推升高收益民企债信用溢价走高，短期民营企业融资环境较难出现实质性回暖；但由于2018年信用违约潮以来，弱资质民企逐步出清，预计今年民企大量违约概率不大。

高收益非国企地产债方面，在中央坚持“房住不炒”定位和“因城施策”基本原则下，继“三道红线”“资金信托新规”政策出台后，2020年底央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，旨在防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，预计也将加大债务高企、信用质量偏弱的地产企业再融资难度；此外，3月初“双集中”供地政策出台，预计未来土储不足、高杠杆、低周转、资金实力较弱的高收益房地产企业将面临更大挑战。总体而言，随着商品房销售增速放缓，在调控政策持续收紧、融资渠道受阻、房企盈利空间出现收窄趋势的背景下，地产行业分化加剧，建议投资者从经营周转能力、表内表外债务综合测算、资产质量等情况精细择券。